

改訂された OECD コーポレート・ガバナンス原則

神山 哲也

要 約

1. 2004年4月22日、OECD コーポレート・ガバナンス原則が発表された。エンロン等に見られる企業不祥事の続発を受け、1999年に発表された OECD コーポレート・ガバナンス原則を改訂したものである。
2. 改訂された原則では、ストック・オプションなど株式を用いた役員報酬の株主による承認、機関投資家の議決権行使方針の開示、内部告発者の保護、株主相互間の情報交換、クロスボーダーの議決権行使に対する障壁の除去などが新たに盛り込まれた。
3. OECD コーポレート・ガバナンス原則は、OECD 加盟国のみならず、エマージング諸国におけるコーポレート・ガバナンスの標準となることも企図したものであり、コーポレート・ガバナンスをめぐる動きが世界的に進展する中、同原則の改訂は大きな意義を有するものと思われる。

I. 改訂までの経緯

2004年4月22日、経済協力開発機構（OECD）より、OECD コーポレート・ガバナンス原則¹が発表された。これは、1999年6月1日に発表された OECD コーポレート・ガバナンス原則を改訂したものである。

2002年5月、OECD 閣僚理事会は、エンロン等に見られる企業不祥事の続発を受け、OECD 加盟諸国におけるコーポレート・ガバナンスの進展状況を調査し、1999年に発表されたコーポレート・ガバナンス原則（以下、旧 OECD コーポレート・ガバナンス原則）の見直しを行うことを決定した。この決定を受け、2003年12月、OECD のコーポレート・ガバナンス・ステアリング・グループによって「OECD 諸国におけるコーポレート・ガバナンスの進展に関する調査」²が取り纏

められた。また、2004年1月には、世界の5つの地域（ロシア、アジア、ラテンアメリカ、ユーラシア、南東欧）で開催されたラウンド・テーブルにおける議論をまとめた「地域別ラウンド・テーブルから得られた経験をまとめた報告書」³が発表された。

これらの調査や議論を踏まえ、2004年1月、OECD コーポレート・ガバナンス原則の草案が発表され、コメントの募集が行われた。コメントは、各国の法人・個人を含めた70以上の主体から寄せられ、我が国からは、日本経済団体連合会、日本証券投資顧問業協会、生命保険協会、日本損害保険協会からコメントが提出された。これらのコメントを踏まえ、今般、OECD コーポレート・ガバナンス原則（以下、新 OECD コーポレート・ガバナンス原則）が発表される運びとなった。

図表 1 改訂までの経緯

| |
|---|
| 旧 OECD コーポレート・ガバナンス原則 (1999年5月) |
| ➤ 株主の権利、株主の平等な取扱い、ステーク・ホルダーの役割、情報開示と透明性、取締役会の役割について規定 |
| OECD 閣僚理事会、コーポレート・ガバナンス原則の見直しを決定 (2002年5月) |
| OECD 諸国におけるコーポレート・ガバナンスの進展に関する調査 (2003年12月) |
| ➤ OECD 諸国のコーポレート・ガバナンスに関する政府・企業の取組みの進展状況に関する調査 |
| 地域別ラウンド・テーブルから得られた経験をまとめた報告書 (2004年1月) |
| ➤ ロシア、アジア、ラテンアメリカ、ユーラシア、南東欧で開催されたコーポレート・ガバナンス・ラウンド・テーブルにおける議論 |
| 新 OECD コーポレート・ガバナンス原則 (2004年4月) |

(出所) 野村資本市場研究所

II . OECD 諸国におけるコーポレート・ガバナンスの状況

新 OECD コーポレート・ガバナンス原則について記述する前に、「OECD 諸国におけるコーポレート・ガバナンスの進展に関する調査」の内容を紹介する。同調査は、OECD 諸国におけるコーポレート・ガバナンスに係る傾向や課題について様々な角度から論じており、新 OECD コーポレート・ガバナンス原則の前提となったものである。以下では、<1>企業の所有状況、<2>議決権行使、<3>取締役会の役割と機能、について、上記調査に見られる OECD 諸国のコーポレート・ガバナンスの状況を概観する。

1 . 企業の所有状況

OECD 諸国における企業の所有状況を見ると、機関投資家による所有が目立つ(図表 2 参照)。OECD 諸国における機関投資家の保有する金融資産は、1981 年には GDP の 38%、1991 年には 90%、1999 年には 144%にまでなっている。多くの国々において機関投資家は、国内株式の最大の保有者でもある。大株主としての機関投資家は、株主としての権利

を積極的に行使することによって、コーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を果たし得る。

また、OECD によれば、ドイツ、日本、韓国、オーストラリア等では、銀行が株式の保有若しくは融資を通じて企業の監視を行っており、コーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を果たしてきた。しかし、このような銀行が企業を監視するシステムは、近年弱まってきており、コーポレート・ガバナンスの弱体化につながる危険性があるとされる。その例として、ドイツでは、銀行の監視機能を代替するシステムは未だ現れておらず、日本においても、委員会等設置会社の導入などを認める法改正がなされたものの、銀行の監視機能を代替するまでには至っていない、といったことが挙げられている。

2 . 議決権行使

議決権行使の状況は各国で異なっており、行使される議決権総数の割合を見ると、オーストラリアでは 33%、米国では 83%、日本では 71~80%、英国では 50%となっており、この相違の背景も様々である。

図表 2 に見られるように、OECD 諸国における機関投資家の存在は、コーポレート・

ガバナンスを語る上で無視し得ない存在になっている。EU では、「欧州連合における会社法の現代化とコーポレート・ガバナンスの向上 - 前進のための計画」⁴において、機関投資家に議決権行使方針の開示を求めている。米国でも、SEC がミューチュアルファンドの組入れ銘柄について、議決権行使に際しての方針と手続きの開示を求めるなど、EU と同様の措置を講じている⁵。また、日本では、厚生年金基金連合会が議決権行使ガイドラインを発表し、より積極的な議決権の行使を呼びかけている⁶。

議決権の行使は、議案について精緻に分析することに掛かるコストと、それによって得られる企業価値の向上による利益とのバランスの問題など、一律に基準や法規制で定めることが難しい分野である。OECD は、受託者責任に基づいて投資をする機関投資家と、それ以外の機関投資家とを区分した上で、前者については、議決権行使に関する情報を受益者に開示することを求めることも考えられる、としている。

3. 取締役会の役割と機能

取締役会の役割と機能については、役員報酬、役員の指名、監査、の三点について、

OECD の調査結果を概観する。

近年の企業不祥事を受け、多くの国では役員報酬の開示の強化や報酬委員会の設置ないし強化が図られている。例えば、ニューヨーク証券取引所および NASDAQ は、独立取締役からなる報酬委員会が設置されていることを上場の条件としている。

指名委員会を設置する動きも広がっている。多くの場合、ここでも独立した取締役が構成員に含まれることが求められている。英国のヒッグス報告書⁷では、調査の対象となった非執行の役員のうち半数以上が個人的な繋がりにから採用されており、企業によって正式な面接を受けたのは 4% にすぎず、非執行の役員の選任が極めて非公式に行われていると報告されている。イタリアとスペインでは、候補者の名前や略歴が株主総会召集通知に記載されておらず、機関投資家の批判を受けている。一方、指名委員会の機能は、本来的には株主の機能であるとする見方もある。スウェーデンやノルウェーでは、取締役会議長が委員長を務め、機関投資家を含む主要株主からなる外部委員会を設置し、そこで役員の指名・選任について調整を行い、プロセスの透明性の確保を図っているケースも見受けられる。

図表 2 OECD 諸国における普通株式の保有状況

| | 米国 (1996) | 日本 (2001) | ドイツ (1996) | フランス (1994) | 英国 (1994) | イタリア (1994) | スウェーデン (1996) | オーストラリア (1996) | 韓国 (1996) |
|---------|--------------|--------------|---------------|----------------|--------------|----------------|------------------|-------------------|--------------|
| 金融セクター | 46 | 40 | 30 | 8 | 68 | 8 | 30 | 37 | 26 |
| 銀行 | | | | | | | | | |
| その他金融機関 | 7 | 30 | 10 | 4 | 10 | 5 | 1 | 4 | 12 |
| 保険会社 | | | | | | | | | |
| 年金基金 | 28 | 10 | 12 | 2 | 50 | 3 | 14 | 25 | 6 |
| 投資ファンド | 12 | 0 | 8 | 2 | 8 | 0 | 15 | 8 | 8 |
| 非金融セクター | 54 | 60 | 70 | 92 | 32 | 92 | 70 | 63 | 74 |
| 事業会社 | 0 | 22 | 42 | 58 | 1 | 25 | 11 | 11 | 21 |
| 個人 | 49 | 20 | 15 | 19 | 21 | 50 | 19 | 20 | 34 |
| 公的機関 | 0 | 1 | 4 | 4 | 1 | 8 | 8 | 0 | 7 |
| 外国人 | 5 | 18 | 9 | 11 | 9 | 9 | 32 | 32 | 12 |
| 合計 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

(注) 単位は%、年末値(オーストラリアは9月末)、四捨五入のため合計値が 100 にならない場合もある。
日本の年金基金は信託銀行と生命保険会社の運用分。銀行と保険会社の内訳は推計。ミューチュアルファンドの保有分のデータはないが、証券会社によって運用されているものとし、その他金融機関に含まれる。

(出所) OECD 諸国におけるコーポレート・ガバナンスの進展に関する調査(2003年)

監査機能のあり方は、OECD 諸国の間でも様々である。多くの国では、外部監査人は株主総会で任命されるが、取締役会が外部監査人を任命する国もある。

この点については様々な提案や基準が発表されているが、その多くは、取締役会に監査委員会を設置することを求めている。米国では、サーベンス・オクスレー法によって、監査委員会は独立取締役のみによって構成され、そこで外部監査人の選任・監督・解任が行われることとなった。ドイツでは、監査役会に出席する従業員の代表が監査に係る意思決定に参画することも多い。日本やイタリアでは、独立取締役を含む監査委員会を取締役に設置する一元的システムと、取締役会とは別に

監査機能を担う機関を設置する二元的システムの選択採用が可能となった。

III . 新 OECD コーポレート・ガバナンス原則の内容

OECD コーポレート・ガバナンス原則は、法的な拘束力を持つものではない。法的、経済的、文化的な環境は、国または地域によって異なるものであるため、OECD のコーポレート・ガバナンス原則は、それらの異なった環境に共通する「優れたコーポレート・ガバナンス」の要素を示すものとされている。各国政府がコーポレート・ガバナンスに係る法規制を検討する際に、あるいは、企業が自社

図表 3 新 OECD コーポレート・ガバナンス原則（大原則）

| |
|--|
| <p>I . 効果的なコーポレート・ガバナンスの枠組みの基礎の確保に向けて</p> <p>コーポレート・ガバナンスの枠組みは、市場の透明性および効率性を促進し、法の定めるところに一致し、異なった監督機関、規制機関、執行機関の間における責任の所在を明確にするものでなければならない。</p> <p>II . 株主の権利と所有に係る主要な役割</p> <p>コーポレート・ガバナンスの枠組みは、株主による権利の行使を保護し、促進するものでなければならない。</p> <p>III . 株主に対する平等な取扱い</p> <p>コーポレート・ガバナンスの枠組みは、少数株主や外国人株主も含め、全ての株主に対する平等な取扱いを保障するものでなければならない。全ての株主は、権利の侵害に対して効果的な救済を得る機会を与えられるべきである。</p> <p>IV . コーポレート・ガバナンスにおけるステーク・ホルダーの役割</p> <p>コーポレート・ガバナンスの枠組みは、法若しくは相互承認に基づく株主の権利を認め、企業とステーク・ホルダーの積極的な協力を通じて、富や雇用の創出、財務的に健全な企業の維持を促進するものでなければならない。</p> <p>V . 情報開示と透明性</p> <p>コーポレート・ガバナンスの枠組みは、企業の財務状況、業績、所有状況、ガバナンス等、企業に係る全ての重要事項について、時宜を得た適切な情報開示がなされることを保障するものでなければならない。</p> <p>VI . 取締役会の責務</p> <p>コーポレート・ガバナンスの枠組みは、取締役会による企業の戦略指導や経営に対する効果的な監視、企業並びに株主に対する取締役会の責任を保障するものでなければならない。</p> |
|--|

(出所) OECD コーポレート・ガバナンス原則 (2004 年)

のコーポレート・ガバナンス体制を検討する際に、参考にするためのものと位置付けられているのである。

新 OECD コーポレート・ガバナンス原則は、6 個の大原則（図表 3 参照）と、各大原則の下に設けられた複数の中原則からなる。また、別立ての注釈において、各大原則および中原則について詳細な説明をしている。以下では、新 OECD コーポレート・ガバナンス原則の内容を、新たに中原則として追加された項目を中心に概観する。

1. コーポレート・ガバナンスの枠組み

第一の原則は、コーポレート・ガバナンスの枠組みについて、市場の透明性や効率性を促進し、法規制と合致し、各当局間の責任の所在を明確にするものでなければならない、とするものである。

この原則は、今回の改訂で新たに追加されたものであり、コーポレート・ガバナンスの基本的な考え方について述べている。ここでは、コーポレート・ガバナンスが経済全体に与える影響や市場参加者に与えるインセンティブについても視野に入れなければならないこと、各国の規制当局が規制の重複が生じたり、逆に、規制や監督の及ばない分野ができないようにしなければならないことなどについて規定している。

2. 株主の権利

第二の原則は、株主の権利について定めており、株主が約款の変更など重要な事項について十分な情報をもって意思決定に参加する機会を与えられるべきこと、保有比率に比例しない過度な支配力の行使に関する情報が開示されるべきこと、合併買収に関する情報が株主に開示されるべきことなど、ほとんどの OECD 諸国で認められている株主の最も基本的な権利について規定している。ここでは、以下の三項目が新たに追加されている。

1) 株主は、役員報酬に関する企業の方針について意見を表明する機会を与えられるべきであり、株式を用いた役員報酬については、株主の承認を得るべきである。企業側は、役員に対する報酬政策を株主に開示することが求められている。また、ストック・オプションなど、株式を絡めた報酬については、株主持分の希薄化と役員へのインセンティブ付与との兼ね合いから、株主の承認を得なければならない。

2) 年金基金や運用会社等、受託者責任を負う機関投資家は、自社のコーポレート・ガバナンスおよび議決権行使に関する方針を開示するべきであり、議決権の行使に係る意思決定プロセスも開示するべきである。また、これら機関投資家は、特に他の金融機関の子会社もしくはグループ会社である場合、株主に影響を与え得る利益相反について開示しなければならない⁸。

3) 株主は、法人・個人を問わず、株主としての権利に関する事案について、お互いに情報交換をすることが認められるべきである。但し、不当な支配権の行使のためにこれを行ってはならない。

3. 株主に対する平等な取扱い

第三の原則は、株主に対する平等な取扱いについて定めており、同一種類の株式の保有者は平等に扱われるべきこと、インサイダー取引や自己取引の乱用の禁止などについて規定している。また、株主権を保護するための救済措置の整備を求める一方、乱訴を防ぐためのセーフ・ハーバー（例えば、ビジネス・ジャッジメント・ルール⁹）の必要性についても述べている。ここでは、以下の二項目が

新たに追加されている。

1) 少数株主は、大株主の権利の乱用から護られるべきであり、権利の侵害があった場合は救済措置を得られるべきである。例えば、被支配会社が支配会社から出向してきている役員に対して不当に高い報酬を支払ったり、支配会社の利益となるような取引を行ったりすることが考えられる。解決策としては、情報開示の充実や、企業並びに株主に対する取締役会の忠実義務を明確にすることが考えられる。

2) クロスボーダーの議決権行使に対する障壁は除去されるべきである。これは、とりわけ海外の投資家が株式を証券会社や保管振替機構等を重層的に介して保有している場合に問題になる。このような重層的な保有構造においては、どの主体が議決権を行使する権利があるのかを法規制上明らかにするべきである。また、海外からの議決権行使を容易にするためには、IT を活用した議決権行使も認められるべきである。

4. ステーク・ホルダーの役割

第四の原則は、ステーク・ホルダーの役割について定めている。企業に何らかの利害関係を有する者（ステーク・ホルダー）として、従業員と債権者の権利や役割に主眼が置かれており、ESOP¹⁰ など従業員参加型（旧 OECD コーポレート・ガバナンス原則では「ステーク・ホルダー参加型」とされていた）の業績向上メカニズムの発達が促進されるべきこと、ステーク・ホルダーの企業情報へのアクセス権などについて規定している。ここでは、以下の二項目が新たに追加されている。

1) 従業員等のステーク・ホルダーは、違法

もしくは非倫理的な行為に関して、社外取締役と自由に連絡を取れるべきであり、また、このことによって自らの権利を侵害されてはならない。即ち、内部告発者の保護が謳われており、企業は内部告発者に対して、当該行為を理由に不利益な措置を講じてはならないとされている。

2) コーポレート・ガバナンスは、経営破綻に係る法規制ならびに債権者の権利の履行によって補完されるべきである。例えば、企業が債務超過の危機に瀕すると、取締役会が債権者の利益のために行動することを求められる法制度の下においては、債権者はコーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を担うことになる。

5. 情報開示と透明性

第五の原則は、情報開示と透明性について定めており、企業の目的や営業成績、予見可能なリスクなど最低限開示されなければならない情報などについて規定している。ここでは、以下の三項目が新たに追加されている。

1) 利害関係人との取引は開示されるべきである。特に問題となるのは大株主との取引であり、このような取引が行われた場合、その担当者は取締役会に報告し、取締役会は市場に当該取引について開示するべきである。また、取締役会は、このような取引を監視する義務も負う。

2) 外部監査人は、株主に対して責任を持ち、企業に対して専門家としての相当の注意をもって監査に当たる義務を負う。外部監査人が、取締役会に設置された監査委員会もしくは株主総会で任命されることは、外部監査人の株主に対する責任の明確化に資するものと言える。

3) コーポレート・ガバナンスは、アナリス

トや格付機関などによる分析や助言によって補完されるべきである。これらは、投資家の判断材料になるものであり、企業の取締役会に優れたコーポレート・ガバナンス体制を構築するインセンティブを与えるものである。しかし、近年、利益相反により、このような助言や分析が歪められる事例がしばしば見受けられる。典型的には、助言や分析を行う機関が、対象となる企業に他のサービスを提供している場合である。このような利益相反の問題を解決するためには、格付機関やアナリストを抱える証券会社が、従業員の利益相反行為を防止するための仕組みについて情報開示することが重要である。

6. 取締役会の責務

第六の原則は、取締役会¹¹の責務について定めており、取締役会が高度な倫理基準を持ち（旧 OECD コーポレート・ガバナンス原則では「法令を遵守し」とされていた）、ステーク・ホルダーの利益を考慮すべきこと、取締役会の企業並びに株主に対する忠実義務や利益相反行為の禁止などについて規定している。ここでは、以下の二項目が新たに追加されている。

- 1) 役員の報酬体系は、企業並びに株主の長期的な利益と調和していなければならない。多くの国では、役員の報酬政策が策定され、開示されるようになってきている。また、取締役会に社外取締役を含めた委員会を設置し、そこで役員の報酬政策を策定するケースも増えてきている。
- 2) 取締役会に委員会が設置される場合、その委員会の任務、構成、意思決定手続きは厳格に定義され、開示されるべきである。取締役会に委員会を設置することは、取締役会の機能を強化する一方、取締役

会全体もしくは取締役個人の責任を曖昧にする危険性も孕んでいる。特に、独立して職務を遂行する監査委員会を設置し、それが外部監査人との関係を監督する場合には、その権限や機能に関する情報を開示することが重要となる。

IV. おわりに

OECD コーポレート・ガバナンス原則は、OECD 諸国におけるコーポレート・ガバナンスの現状を踏まえた上で、OECD 加盟国のみならず、エマージング諸国を含む非加盟国のいずれにおいても通用するコーポレート・ガバナンスに関する標準として策定されたものである。

1999 年に旧 OECD コーポレート・ガバナンス原則が発表されて以降、エンロンやワールドコムに見られるコーポレート・ガバナンスの機能不全を一因とする企業不祥事が続発し、米国のサーベンス・オクスレー法の制定などコーポレート・ガバナンスの強化に向けた取組みが進展する中、OECD コーポレート・ガバナンス原則が改訂されたことの意義は大きいと言えよう。

¹ OECD, "OECD Principles of Corporate Governance," Apr. 2004

² OECD, "Survey of Corporate Governance Development in OECD Countries," Dec. 2003

³ OECD, "Experiences from the Regional Corporate Governance Roundtables," Jan. 2004

⁴ Commission of the European Union, "Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward" COM (2003) 284, May 2003. 詳細については、大崎貞和「EUにおける会社法改革の行動計画」参照。

⁵ 詳細については、橋本基美「米国運用会社に求められる議決権行使情報の開示」『資本市場クォーターリー』2003年冬号参照。

⁶ 詳細については、橋本基美「公表された厚生年金基金連合会の株主議決権行使基準」『資本市場クォーターリー』2003年春号参照。

⁷ 詳細については、橋本基美「英国における社外取締役の役割 - コーポレート・ガバナンスに関する

「ヒッグス報告書」について - 」参照。

⁸ 2004年1月に発表された草案では、「受託者責任を負う機関投資家による議決権行使の記録は毎年公表されなければならない」とされていた。しかし、社団法人日本証券投資顧問業協会より、相対で顧客と投資一任契約を締結している投資顧問業者にとって、顧客情報の管理という観点から議決権行使の記録を開示することはそぐわないとの反対意見があり、最終版では当該規程は削除されている。なお、この点については、日本経済団体連合会、生命保険協会、日本損害保険協会からも反対意見が提出されている。

⁹ ビジネス・ジャッジメント・ルールとは、企業の役員等が、誠実に、相当の注意をもって、自らの権限の範囲内で行動した場合には、個人の法的責任を免除される、という法理である。

¹⁰ Employee Stock Ownership Program の略。詳細については、井瀧正彦・野村亜紀子・神山哲也「米国ESOPの概要と我が国への導入」『資本市場クォーターリー』2001年冬号参照。

¹¹ OECD コーポレート・ガバナンス原則で用いられている「ボード」は、経営の監督を行う機関全般を包含する幅広い概念であるが、本稿では「取締役会」と訳した。